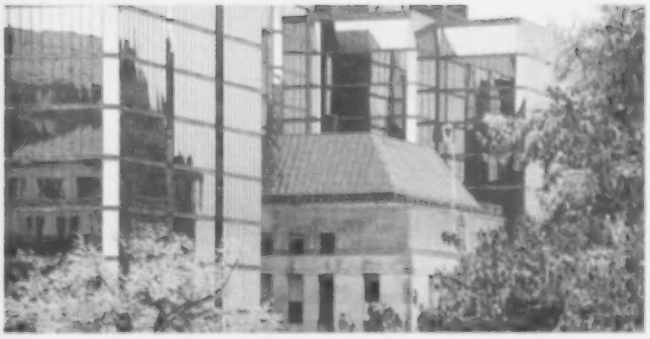
BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2013



banqueducanada.ca

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur, 2) l'assouplissement quantitatif, 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse **banqueducanada.ca**.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2013

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2013

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de Stephen S. Poloz, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Agathe Côté et Lawrence Schembri.

« Bon nombre des conditions nécessaires à un retour à une croissance naturelle sont déjà en place au Canada. [...] Cela pourrait prendre un certain temps, mais il se produira bel et bien. »

—Stephen S. Poloz

Gouverneur, Banque du Canada
Vancouver (Colombie-Britannique)
18 septembre 2013

Table des matières

L'économie mondiale 1

- La conjoncture financière mondiale 1
- Les États-Unis 3
- La zone euro 6
- Le Japon 7
- La Chine 7
- Les économies émergentes 8
- Les produits de base 9
- Résumé 11

L'économie canadienne 12

- Les exportations et les investissements des entreprises 14
- Le secteur des ménages 18
- La composition de la croissance 20
- La production potentielle 21
- L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie 21
- L'inflation 23

Les risques entourant les perspectives d'inflation 26

Annexe A : La production potentielle 28

L'économie mondiale

L'économie mondiale devrait connaître une croissance modeste en 2013, quoique sa dynamique à court terme ait changé et que la composition de la croissance soit maintenant un peu moins favorable pour le Canada. L'économie américaine est plus faible qu'escompté, mais à mesure que les vents contraires attribuables à la situation budgétaire se dissiperont et que le désendettement des ménages sera mené à terme, la croissance devrait s'accélérer en 2014 et en 2015. La reprise naissante en Europe, bien que modeste, a dépassé les attentes. En Chine, l'économie affiche un regain de vigueur, alors que dans certaines autres économies émergentes, la croissance a ralenti dans un contexte de resserrement de leurs conditions financières. Dans l'ensemble, l'économie mondiale devrait progresser de 2,8 % en 2013, puis s'accélérer pour atteindre 3,4 % en 2014 et 3,6 % en 2015 (Tableau 1).

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2012	2013	2014	2015
États-Unis	20	2,8 (2,2)	1,5 (1,7)	2,5 (3,1)	3,3 (3,2)
Zone euro	14	-0,6 (-0,5)	-0,4 (-0,8)	1,0 (0,8)	1,3 (1,3)
Japon	5	2,0 (1,9)	1,8 (1,9)	1,5 (1,3)	1,0 (1,2)
Chine	15	7,7 (7,8)	7,7 (7,4)	7,4 (7,3)	7,2 (7,5)
Autres pays	47	3,2 (3,1)	2,8 (2,9)	3,4 (3,6)	3,7 (3,8)
Ensemble du monde	100	3,1 (3,0)	2,8 (2,8)	3,4 (3,5)	3,6 (3,7)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2012. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2013

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

Les conditions financières mondiales se sont ressenties du ralentissement anticipé du rythme des achats d'actifs aux États-Unis

Les conditions financières mondiales se sont resserrées entre mai et septembre, ce qui tient au ralentissement anticipé du rythme des achats d'actifs par la Réserve fédérale américaine. La réaction des marchés a été plus vive que prévu. Plus récemment, les conditions financières se sont assouplies quelque peu, à la suite de la décision prise en septembre par la banque centrale américaine de maintenir le rythme de ses achats d'actifs[1].

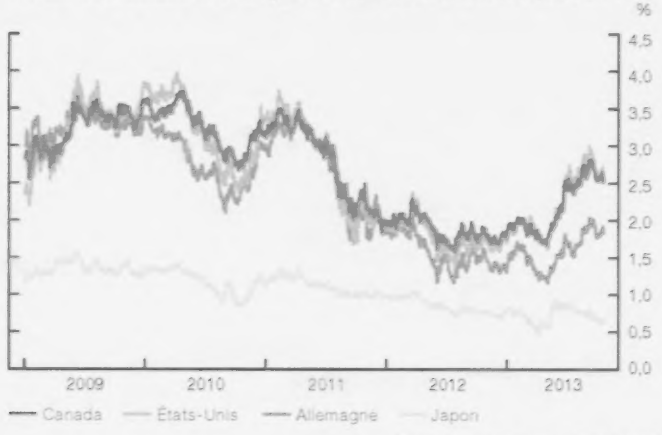
1 Les désaccords politiques aux États-Unis au sujet du budget de l'État ont ajouté à l'incertitude sur les marchés financiers au cours du mois d'octobre, mais les effets sur les prix ont été généralement minimes et largement concentrés sur les instruments financiers à très court terme émis par l'État américain.

Dans les économies avancées, les rendements des obligations d'État se sont redressés par rapport aux creux touchés en mai, surtout pour les échéances plus éloignées. Une exception notable est le Japon, où les rendements obligataires ont accusé un léger recul, en réaction à l'engagement de la Banque du Japon de doubler la base monétaire d'ici la fin de 2014 en achetant des obligations de l'État japonais afin d'atteindre sa cible d'inflation de 2 %.

Malgré le resserrement observé récemment, les conditions financières mondiales demeurent très favorables — les rendements des obligations d'État de la plupart des grandes économies sont bas en regard du passé et les indices boursiers se situent à des sommets pluriannuels dans plusieurs économies avancées (Graphique 1 et Graphique 2). Les écarts de rendement relatifs aux obligations d'État de la majorité des pays périphériques de la zone euro se sont rétrécis, sous l'effet des signes de raffermissement des conditions

Graphique 1 : **Les rendements des obligations d'État de la plupart des grandes économies ont augmenté ces derniers mois, mais ils sont encore bas en regard du passé**

Rendement à l'échéance des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes

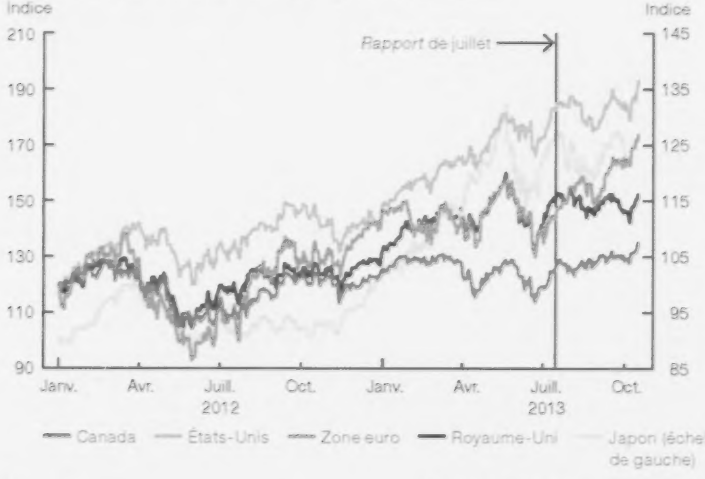


Source : Reuters

Dernière observation : 18 octobre 2013

Graphique 2 : **Les indices boursiers se situent à des sommets pluriannuels dans plusieurs économies avancées**

Base 100 de l'indice : 3 janvier 2012, données quotidiennes



Source : Bloomberg

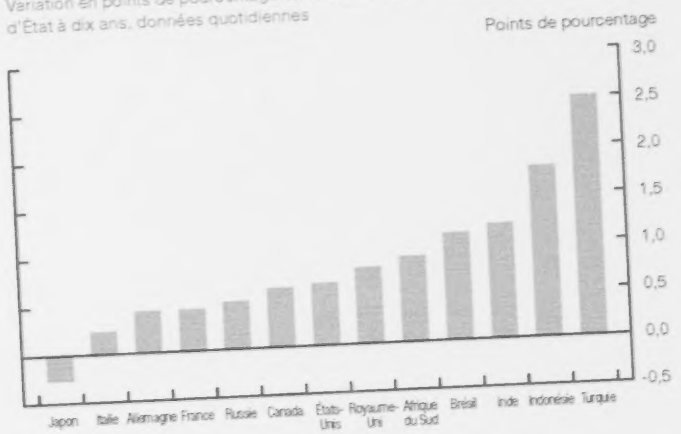
Dernière observation : 18 octobre 2013

macroéconomiques dans la zone euro et des progrès réalisés sur le plan des réformes. Bien que les écarts de rendement sur les obligations de sociétés américaines se soient légèrement creusés depuis mai, le volume d'émissions obligataires est resté soutenu.

Le durcissement des conditions financières dans les économies émergentes a été plus prononcé que dans les économies avancées. Le ralentissement anticipé du rythme des achats d'actifs aux États-Unis et une réévaluation des perspectives de croissance de certaines économies émergentes ont donné lieu à des sorties de capitaux, à une hausse marquée des rendements obligataires et à un recul des prix des actions (**Graphique 3**). Toutefois, on a observé une différenciation notable sur les marchés des pays émergents : ceux dont les facteurs économiques fondamentaux étaient plus faibles, par exemple des déficits budgétaires et de la balance courante importants, une inflation élevée et une détérioration des perspectives de croissance, ont été les plus touchés.

Graphique 3 : **Les rendements obligataires ont davantage progressé dans les économies émergentes vulnérables que dans les économies avancées**

Variation en points de pourcentage du rendement à l'échéance des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes



Source : Bloomberg

On prévoit que l'atonie récente aux États-Unis fera place à une reprise solide

La progression du PIB réel américain s'est chiffrée à un peu moins de 2 % au premier semestre de 2013. Selon les projections, elle demeurera modeste au deuxième semestre et en deçà des attentes exprimées en juillet.

Cette atonie à court terme a été généralisée. Les dépenses de consommation ont été freinées par la hausse des cotisations sociales en janvier 2013 et une modération de la croissance de l'emploi (**Graphique 4**). L'activité a aussi ralenti dans le secteur du logement, en grande partie en réaction au relèvement de 95 points de base des taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires. Par contre, les investissements des entreprises se sont accrus, mais moins que prévu, malgré la solidité financière des entreprises. Les dépenses publiques continuent à fléchir dans le contexte des compressions automatiques de dépenses.

Graphique 4 : **Les dépenses de consommation aux États-Unis ont été freinées par l'assainissement budgétaire et une modération de la croissance de l'emploi**

Moyenne mobile sur trois mois, données mensuelles

Nota : Les dépenses de consommation des ménages sont présentées sous forme de taux de variation annuels.
Sources : Bureau d'analyse économique et Bureau du recensement des États-Unis
Dernières observations : emploi (septembre 2013); consommation des ménages (août 2013)

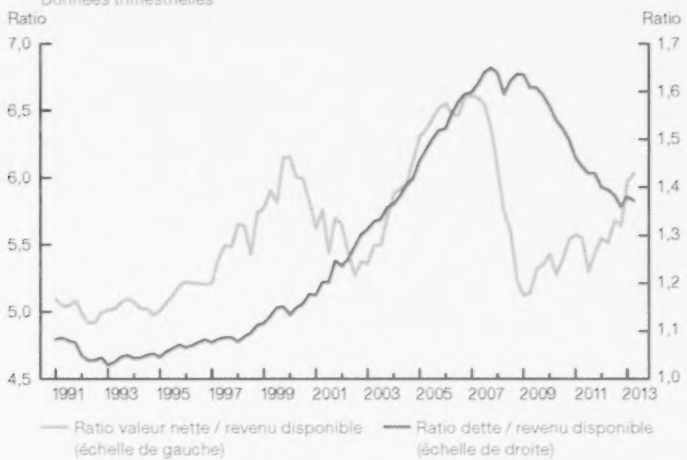
L'impossibilité de parvenir à un accord sur le financement des activités de la fonction publique en temps opportun a entraîné une paralysie partielle de l'État dans la première moitié d'octobre. Cette paralysie ralentira la croissance au quatrième trimestre, par l'effet direct exercé par la mise à pied provisoire des fonctionnaires fédéraux et, de façon plus générale, par l'incidence défavorable sur la confiance. En outre, le débat entourant le plafond de la dette a exacerbé les répercussions négatives sur la confiance et l'activité économique.

La projection relative à la croissance du PIB réel des États-Unis au second semestre de 2013 est nettement plus basse que celle présentée dans le *Rapport* de juillet, en raison principalement de la demande intérieure plus faible que prévu. L'effet modérateur exercé par les hausses d'impôt et les réductions de dépenses opérées précédemment devrait s'établir à 1,8 point de pourcentage en 2013, puis baisser à 0,8 point en 2014 et à 0 en 2015. La politique monétaire reste très expansionniste, les membres du Comité de l'open market de la Réserve fédérale s'attendant à ce que la première hausse du taux des fonds fédéraux ne se produise qu'en 2015.

L'expansion de la demande du secteur privé aux États-Unis en 2014 et en 2015 devrait être généralisée. On prévoit que la consommation augmentera à un rythme plus ferme, à la faveur du net assainissement des bilans des ménages (Graphique 5) et de l'amélioration des conditions sur le marché du travail. L'investissement résidentiel devrait aussi connaître un essor marqué compte tenu de la vigueur des déterminants fondamentaux suivants : le niveau encore faible des taux des prêts hypothécaires, une reprise attendue de la formation des ménages, l'importante demande refoulée et la baisse des stocks réels et fantômes de maisons. Les investissements des entreprises bénéficieront du redressement de la demande ainsi que de la solidité de la situation financière des entreprises.

Graphique 5 : **Les ménages américains ont considérablement assaini leurs bilans**

Données trimestrielles



Nota : Le secteur des entreprises individuelles est pris en compte dans les calculs de la dette des ménages aux États-Unis.

Sources : Réserve fédérale américaine et Bureau d'analyse économique des États-Unis

Dernière observation : 2013T2

On s'attend aussi à ce que les exportations soient un moteur important de la croissance aux États-Unis jusqu'à la fin de 2015, grâce au raffermissement de la demande étrangère et à l'accroissement de la compétitivité favorisé par des gains soutenus au chapitre de la productivité et des coûts de l'énergie plus faibles. Même si les importations de pétrole d'outre-mer devraient poursuivre leur baisse, en raison de l'expansion de l'offre intérieure, les importations hors pétrole devraient s'accroître régulièrement sous l'impulsion du renforcement de la demande intérieure.

Dans l'ensemble, l'activité économique devrait se raffermir aux États-Unis à mesure que les vents contraires attribuables à la situation budgétaire se dissiperont et que le désendettement des ménages sera mené à terme. La Banque prévoit que la croissance économique dans ce pays se chiffrera à 1,5 % en 2013, à 2,5 % en 2014 et à 3,3 % en 2015. Selon la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la croissance en 2014 devrait se situer dans un intervalle de ± 0,5 point de pourcentage autour du taux projeté par la Banque, la fourchette étant légèrement plus large pour 2015 (Encadré 1).

L'inflation aux États-Unis affiche une tendance à la baisse depuis le début de 2012, attribuable à la présence de capacités excédentaires considérables dans l'économie et à divers facteurs temporaires. À mesure que l'offre excédentaire se réduira progressivement au cours de la période de projection, l'inflation devrait retourner à la cible de 2 % fixée par la Réserve fédérale.

Encadré 1

Détermination du degré d'incertitude entourant les projections de la Banque relatives aux variables clés

Aux fins de la conduite de la politique monétaire, il est important de ne pas perdre de vue que les projections économiques sont entachées d'une incertitude considérable et sont révisées au fil du temps, au fur et à mesure de l'arrivée de nouvelles données économiques. Pour traduire cette incertitude, la Banque indique dans la présente livraison du *Rapport sur la politique monétaire* des fourchettes établies à partir de règles simples pour ses projections relatives aux taux de croissance des PIB américain et canadien et à l'inflation mesurée par l'IPC global au Canada, de même que pour le niveau estimatif de l'écart de production actuel et le taux de croissance de la production potentielle au pays.

Une approche différente a été suivie pour l'établissement de la fourchette de chacune des projections. Dans le cas du taux d'accroissement du PIB et de l'inflation, par exemple, les marges d'incertitude sont déterminées à la lumière de la dispersion transversale moyenne des prévisions recueillies dans le secteur privé par Consensus Economics[1]. Selon cette approche, une fourchette approximative raisonnable pour les taux de croissance des PIB canadien et américain en 2014 serait de ± 0,5 point de pourcentage[2].

Si l'on applique la même méthode de calcul à la projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global, on obtient une fourchette de ± 0,3 point de pourcentage environ. Comme cette fourchette approximative est une mesure *ex ante* de l'incertitude, elle diffère de celles fournies au **Graphique 26** et au **Graphique 27**, qui se fondent sur une analyse statistique des erreurs de prévision réalisées (*ex post*).

Le degré de dispersion des prévisions ne peut être calculé pour le PIB potentiel puisque cette variable ne retient pas l'attention d'un large éventail de prévisionnistes. Dans ce cas, il est plus utile de présenter un intervalle de valeurs fondé sur des analyses de sensibilité aux diverses hypothèses du scénario. Il ressort qu'une fourchette d'environ ± 0,3 point de pourcentage est une approximation plausible en ce qui concerne le taux de croissance de la production potentielle au Canada (voir l'**Annexe A**).

Enfin, l'intervalle de ± 0,5 point de pourcentage établi pour l'écart de production au troisième trimestre de 2013 repose essentiellement sur la plage des estimations tirées des différents indicateurs que la Banque utilise afin de calculer cet écart. Par exemple, pour ce même trimestre, l'offre excédentaire mesurée de la façon habituelle s'élève à 1,3 %, alors qu'un modèle de cohorte à caractère plus structurel fait plutôt apparaître une offre excédentaire de 1,8 %. En conséquence, la Banque juge plausible une fourchette de 1 à 2 %.

1 La période retenue pour établir la dispersion moyenne va de 2000 à 2013. Les prévisions minimale et maximale ont été exclues de l'échantillon.

2 La dispersion moyenne des prévisions du PIB pour 2014 se situe plus précisément à ± 0,4 point de pourcentage dans le cas du Canada et à ± 0,7 point de pourcentage dans celui des États-Unis (elle est plus élevée dans ce pays essentiellement du fait que l'échantillon englobe un plus grand nombre de prévisionnistes). Il est impossible de calculer le degré de dispersion à l'horizon de deux ans parce que Consensus Economics ne publie qu'une prévision moyenne à cet horizon-là.

La reprise naissante dans la zone euro devrait être modeste

La zone euro a renoué avec la croissance économique, ce qui a mis fin à une récession d'une durée de six trimestres. Le PIB réel a crû de 1,1 % au deuxième trimestre de 2013, un résultat nettement supérieur à celui anticipé dans le *Rapport* de juillet. Depuis, les indicateurs issus d'enquêtes donnent à penser que la croissance se poursuit (**Graphique 6**). La reprise économique devrait être lente toutefois, du fait de la nécessité d'un redressement des bilans dans le secteur privé, de l'assainissement budgétaire en cours, des conditions du crédit restrictives et des marchés du travail déprimés.

Bien que la compétitivité des marchés du travail se soit améliorée dans les économies périphériques de la zone euro, les écarts substantiels entre les pays en ce qui a trait aux perspectives de croissance devraient persister. Pour que la reprise soit durable, il faudra accomplir davantage de progrès dans les réformes structurelles, budgétaires et bancaires (y compris une mise en œuvre complète et à point nommé de l'union bancaire). Par conséquent, l'incertitude demeure élevée, et la possibilité d'une période prolongée d'expansion très lente, de même que la vulnérabilité des systèmes financiers, fait encore peser un risque à la baisse sur les perspectives de la Banque à l'égard de la zone euro. Cependant, la probabilité que ce risque se concrétise a diminué.

Graphique 6 : **Les indices des directeurs d'achat semblent indiquer que la croissance du PIB réel dans la zone euro se poursuit**

Indice composite des directeurs d'achat, données mensuelles

Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion composite. Un indice supérieur (inférieur) à 50 indique qu'un pourcentage plus élevé des entreprises ont signalé une augmentation (diminution) de leur production par rapport au mois précédent. Un indice de 50 signifie que la production n'a pas changé par rapport au mois précédent.

Source : Markit Economics — Dernière observation : septembre 2013

Les mesures de politique devraient continuer de soutenir la reprise en cours au Japon

Le Japon a enregistré une forte reprise de l'activité économique au premier semestre de 2013. La croissance du PIB réel a avoisiné 4 % en moyenne durant cette période, soutenue par d'importantes mesures de relance monétaire et budgétaire, la faiblesse du yen et l'amélioration de la confiance. La progression annuelle du PIB réel devrait demeurer supérieure à celle de la production potentielle du pays pendant la période de projection, en raison des effets du programme ambitieux que le Japon a mis en place pour relancer la croissance de son économie et mettre fin à la déflation[2]. Le rythme de croissance va néanmoins ralentir en 2014 et 2015, en raison de l'entrée en vigueur des majorations de la taxe sur la valeur ajoutée adoptées par voie législative. Les attentes d'inflation se sont sensiblement accrues depuis la fin de 2012 et l'inflation sous-jacente n'est plus négative, ce qui semble indiquer que les pressions déflationnistes se sont atténuées.

La croissance économique s'est accélérée en Chine...

La croissance du PIB réel de la Chine a affiché un regain de vigueur au troisième trimestre, grâce à l'ajout de stimulants budgétaires et à une nouvelle accélération des investissements dans la fabrication[3]. Cependant, le maintien du recours aux investissements, l'expansion rapide du crédit et l'accroissement des prix des logements ont avivé les préoccupations au sujet de la stabilité financière et de la viabilité de la croissance économique.

2 Le programme à trois volets (dit des « trois flèches ») comprend : 1) l'adoption d'une cible d'inflation de 2 % par la Banque du Japon et un assouplissement énergique de la politique monétaire permettant d'atteindre cet objectif en deux ans environ; 2) la mise en place d'importants stimulants budgétaires à court terme, suivie d'un assainissement des finances publiques à compter d'avril 2014; et 3) l'instauration de réformes structurelles, la déréglementation et la promotion des échanges afin d'accroître le potentiel de croissance de l'économie.

3 En juillet, le gouvernement chinois a annoncé de nouvelles mesures budgétaires ayant pour effet de soustraire les petites entreprises à certaines taxes, de réduire les frais et le fardeau administratif des exportateurs et de promouvoir de nouvelles sources de financement pour la construction ferroviaire.

La progression du PIB réel jusqu'à la fin de 2015 devrait rester près de la cible de 7,5 % fixée par le gouvernement pour 2013. L'augmentation solide de la productivité et des revenus, facilitée par certains progrès réalisés au chapitre des réformes, devrait contribuer à un raffermissement graduel de la consommation privée et à un niveau plus viable des investissements. Toutefois, des obstacles structurels, comme l'absence de filets de sécurité sociale et le surinvestissement dans le secteur des exportations, ralentiront le rééquilibrage de l'économie. Les déséquilibres financiers existants, conjugués à la récente expansion robuste du crédit et aux capacités excédentaires dans bon nombre de secteurs, font peser un risque à la baisse sur la projection de la Banque.

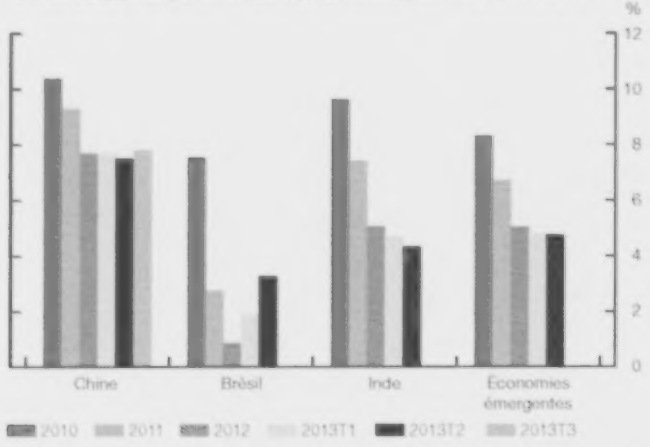
... mais les perspectives d'expansion se sont modérées dans d'autres économies émergentes

L'activité a ralenti dans certaines économies émergentes (**Graphique 7**). Afin de limiter la dépréciation de leur monnaie découlant des importantes sorties de capitaux enregistrées récemment, les autorités de quelques pays émergents ont procédé à des interventions supplémentaires sur les marchés des changes, adopté de nouvelles mesures de contrôle des capitaux et relevé leur taux directeur. À court terme, la croissance continuera d'être bridée par des conditions financières plus restrictives et une incertitude accrue ainsi que par des contraintes d'offre persistantes.

L'expansion économique dans les pays émergents devrait se redresser légèrement en 2014 et 2015, du fait d'une certaine stabilisation des conditions du crédit, des progrès réalisés dans la mise en œuvre des réformes structurelles visant à réduire les goulots d'étranglement du côté de l'offre et du raffermissement de la demande émanant des économies avancées. Toutefois, les turbulences récentes des marchés financiers dans les économies émergentes, conjuguées aux déséquilibres intérieurs existants dans plusieurs pays, font planer un risque à la baisse sur les perspectives de la Banque.

Graphique 7 : L'activité a ralenti dans certaines économies émergentes

Taux de variation en glissement annuel, données annuelles et trimestrielles



Nota : Les chiffres pour chaque pays ou groupe de pays sont pondérés par la part de chacun dans le PIB mondial, déterminée d'après les estimations du Fonds monétaire international des PIB calculés en parité des pouvoirs d'achat pour 2012.

Sources : Fonds monétaire international, Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2013T3 (Chine); 2013T2 (autres pays)

Malgré les récents reculs, l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada reste élevé

Les cours des produits de base mesurés par l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (IPPB) ont reculé de 6 % depuis juillet et devraient rester relativement inchangés durant la période projetée, une baisse des cours du pétrole brut contrebalançant une hausse prévue des prix des produits de base non énergétiques. Dans l'ensemble, toutefois, l'IPPB demeure élevé (**Graphique 8**), en raison de la demande soutenue anticipée émanant de la Chine et de la poursuite de la reprise dans les économies avancées.

Les cours mondiaux du pétrole brut mesurés par les prix de référence du Brent ont peu varié depuis juillet, alors que les cours du West Texas Intermediate (WTI) se sont repliés quelque peu. Selon les plus récentes courbes des cours à terme, on fait l'hypothèse que tant les cours du Brent que ceux du WTI reculeront d'un peu moins de 15 % d'ici la fin de 2015, sous l'effet d'une augmentation sensible et continue de l'offre, provenant de sources non conventionnelles surtout, et d'une atténuation des préoccupations liées au contexte géopolitique (**Graphique 9**). Les cours du Western Canada Select (WCS) ont accusé une baisse de plus de 20 % depuis la diffusion du *Rapport* de juillet, attribuable aux niveaux de production plus élevés, aux contraintes persistantes liées au transport et à la diminution de la demande causée par les mises hors service de raffineries en Amérique du Nord. Par conséquent, l'écart entre les cours du WTI et du WCS s'est élargi, s'établissant à environ 30 dollars É.-U. le baril, soit le niveau le plus élevé depuis le début de 2013. Selon les courbes les plus récentes des cours à terme, les cours du WCS devraient osciller autour des niveaux actuels durant la période de projection, l'écart entre les cours du WTI et du WCS devant se rétrécir pour se situer à quelque 20 dollars É.-U. le baril.

Les prix du gaz naturel en Amérique du Nord ont légèrement augmenté ces derniers mois. Les plus récentes courbes des cours à terme donnent à penser qu'ils vont poursuivre leur ascension pour atteindre un niveau légèrement supérieur à 4 dollars É.-U. par million de BTU d'ici la fin de 2015, en raison de la demande accrue pour la production d'électricité.

Graphique 8 : **L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada reste élevé en regard du passé**

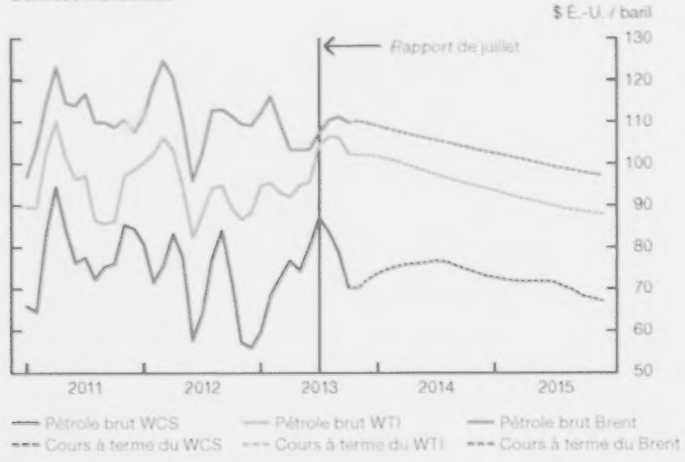
Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (IPPB), en termes réels; base 100 de l'indice : 1972T1, données trimestrielles

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2013T3

Graphique 9 : **Les cours à terme du pétrole brut Brent et WTI reculeront d'ici la fin de 2015**

Données mensuelles

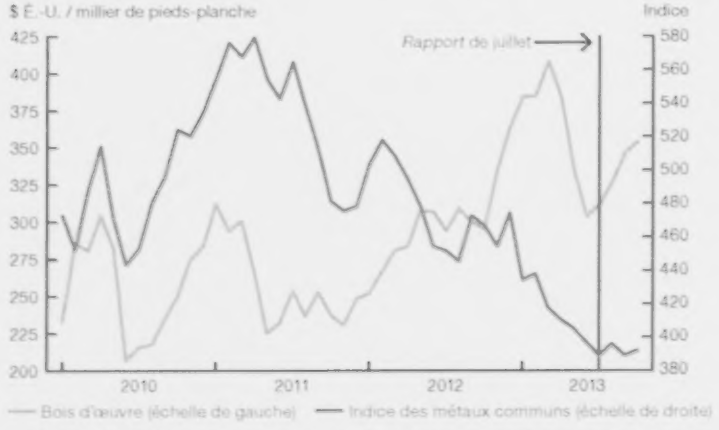


Nota : Les valeurs pour octobre 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 18 octobre. Les cours à terme se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 octobre 2013.

Source : Banque du Canada

Graphique 10 : **Les prix du bois d'œuvre ont continué de se redresser, tandis que ceux des métaux communs n'ont guère changé depuis juillet**

Données mensuelles



Nota : Les valeurs pour octobre 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 18 octobre. La base 100 de l'indice des prix des métaux communs est janvier 1972.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 18 octobre 2013

Dans l'ensemble, les prix des produits de base non énergétiques sont restés relativement inchangés depuis juillet. Après avoir subi une forte correction durant la période d'avril à juin, les prix du bois d'œuvre ont continué de se redresser, tandis que les prix des métaux communs ont peu varié (**Graphique 10**). Par contre, les cours des produits agricoles ont fléchi, des récoltes records étant attendues pour les principales céréales. Les prix des produits de base non énergétiques devraient grimper d'environ 15 % pendant la période projetée, grâce à un raffermissement graduel de l'activité économique à l'échelle du globe.

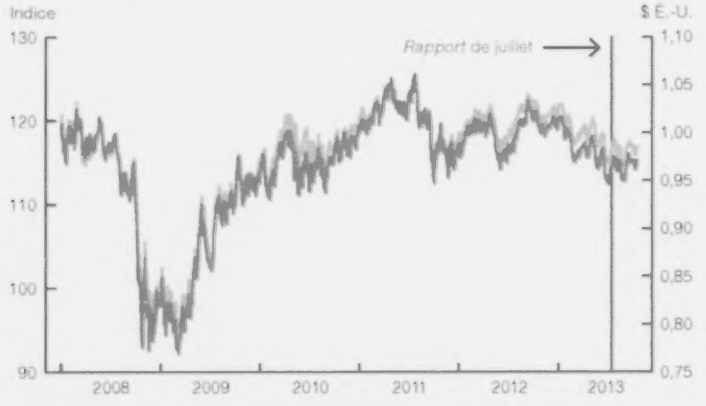
Résumé

L'accélération projetée de la croissance de la demande mondiale devrait favoriser un redressement des exportations canadiennes, mais leur composition s'est modifiée. La progression plus faible de la production à court terme aux États-Unis, particulièrement dans les investissements des entreprises et l'investissement résidentiel, aura pour effet de modérer les exportations canadiennes par rapport à ce qu'on escomptait en juillet. Les prix élevés des produits de base devraient maintenir les investissements à un haut niveau dans le secteur des ressources au Canada et soutenir les revenus des Canadiens.

La valeur du dollar canadien s'est située en moyenne à environ 97 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de septembre, comparativement au niveau de 96 cents É.-U. postulé dans le *Rapport* de juillet (Graphique 11). Il est d'usage pour la Banque de considérer que le dollar canadien se maintiendra à son niveau récent ou près de celui-ci durant la période de projection.

Graphique 11 : **Le dollar canadien est demeuré relativement stable récemment**

Données quotidiennes



— Indice TCEC : indice de taux de change effectif du dollar canadien (comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois) (échelle de gauche; base 100 de l'indice : 1992)

— Cours de clôture au comptant du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. (échelle de droite)

Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 18 octobre 2013

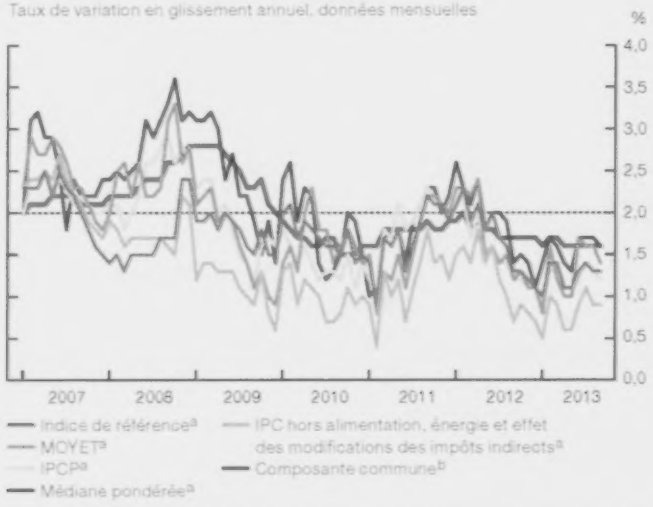
L'économie canadienne

L'inflation au Canada est restée basse ces derniers mois, ce qui reflète l'importante marge de capacités inutilisées présente au sein de l'économie, les pressions concurrentielles accrues dans le commerce de détail et certains facteurs sectoriels (Graphique 12). Parallèlement, les conditions économiques incertaines à l'échelle mondiale et intérieure retardent le raffermissement des exportations canadiennes et des investissements. En conséquence, le niveau actuel de l'activité économique est maintenant estimé être plus bas qu'anticipé dans le *Rapport* de juillet. Quoique les dépenses des ménages demeurent solides, le ralentissement persistant de la croissance des crédits à ces derniers et le relèvement des taux hypothécaires laissent entrevoir une correction graduelle des déséquilibres dans le secteur des ménages.

Bien que certaines évolutions récentes n'aient pas été aussi favorables qu'escompté, la Banque s'attend à ce qu'un meilleur équilibre entre la demande intérieure et la demande extérieure s'établisse au fil du temps et se traduise par une croissance économique plus forte et qui s'autoalimente davantage. Le taux d'expansion du PIB devrait dépasser celui de la production potentielle

Graphique 12 : **Les différentes mesures de l'inflation fondamentale demeurent bien en deçà de 2 %**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Pour les définitions, se reporter au chemin d'accès Taux et statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation.

b. Mesure faisant ressortir la composante de l'inflation qui est commune à toutes les séries de données constituant l'IPC. Voir M. Khan, L. Morel et P. Sabourin, *The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada*, document de travail n° 2013-35, Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : septembre 2013

au cours des deux prochaines années, à la faveur d'un raffermissement de l'activité étrangère et de la confiance des entreprises, ainsi que d'un renforcement de la vigueur sous-jacente de l'économie canadienne (**Graphique 13** et **Tableau 2**). L'écart de production figurant dans le scénario de référence de la Banque devrait se résorber vers la fin de 2015. Les attentes d'inflation étant bien ancrées, cela contribuera à un retour progressif de l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global à 2 % durant la même période.

Dans l'ensemble, la Banque juge que les risques entourant sa projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Graphique 13 : **La composition de la demande devrait devenir plus équilibrée**

Contribution à la croissance du PIB réel; moyenne mobile sur quatre trimestres

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 2 : **Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**

En points de pourcentage[a]

	2012	2013	2014	2015
Consommation	1,1 (1,1)	1,3 (1,0)	1,3 (1,4)	1,4 (1,5)
Logement	0,4 (0,4)	-0,1 (-0,1)	0,0 (-0,1)	0,0 (0,0)
Administrations publiques	0,3 (0,3)	0,3 (0,3)	0,1 (0,0)	0,1 (0,1)
Investissements fixes des entreprises	0,6 (0,6)	0,1 (0,2)	0,4 (0,6)	0,8 (0,9)
Total partiel : demande intérieure finale	2,3 (2,3)	1,6 (1,4)	1,8 (1,9)	2,3 (2,5)
Exportations	0,4 (0,4)	0,3 (0,8)	1,0 (1,4)	1,5 (1,3)
Importations	-1,0 (-1,0)	-0,4 (-0,2)	-0,7 (-0,8)	-1,2 (-1,1)
Total partiel : exportations nettes	-0,6 (-0,6)	-0,1 (0,6)	0,3 (0,6)	0,3 (0,2)
Stocks	0,0 (0,0)	0,1 (-0,2)	0,2 (0,2)	0,0 (0,0)
PIB	1,7 (1,7)	1,6 (1,8)	2,3 (2,7)	2,6 (2,7)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,7 (2,0)	1,9 (2,1)	1,9 (2,2)	2,0 (2,1)
Revenu intérieur brut réel	1,5 (1,5)	1,6 (1,8)	2,5 (2,8)	3,0 (3,0)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison de juillet 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Encadré 2 de la livraison d'octobre 2012 du *Rapport*.

Le raffermissement des exportations et des investissements des entreprises est retardé

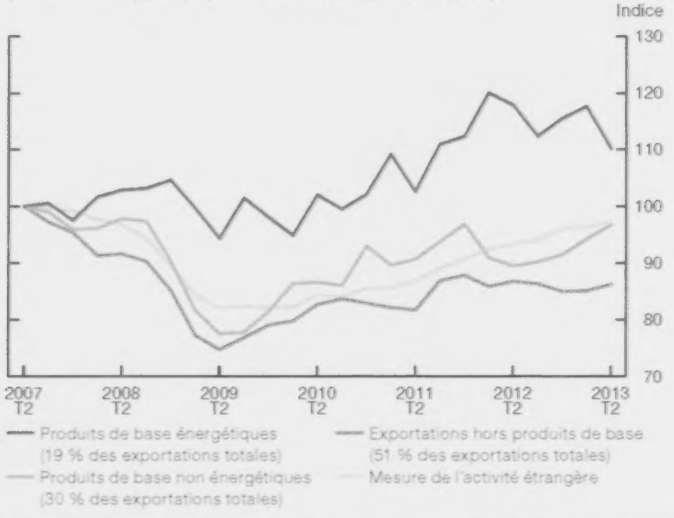
Le PIB réel devrait avoir progressé au troisième trimestre à un rythme inférieur à ce qui était envisagé dans le *Rapport* de juillet[4]. Cette évolution reflète une vigueur sous-jacente plus faible des exportations et des investissements fixes des entreprises, ainsi qu'un rebond moins prononcé à la suite de la disparition des facteurs temporaires qui limitaient la croissance au deuxième trimestre. Cette composition de la demande globale est moins propice à l'obtention d'une croissance durable.

Après avoir remonté au premier trimestre, le secteur des exportations a affiché une tenue peu reluisante aux deuxième et troisième trimestres, exception faite des produits automobiles et des produits forestiers (Graphique 14). Les perturbations temporaires dans le secteur pétrolier mises à part, la récente faiblesse des exportations est révélatrice d'une tendance plus générale, soit celle d'une progression plus lente que prévu des exportations qui s'est amorcée au début de 2012. Comme on le précisait dans les précédentes livraisons du *Rapport*, cette faiblesse pourrait être due à des changements dans les liens commerciaux qui ont été difficiles à appréhender adéquatement et aux défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité.

On s'attend encore à ce que l'expansion projetée des investissements des entreprises et de l'investissement résidentiel aux États-Unis en 2014 alimente une hausse du taux de croissance des exportations, quoique à un rythme un peu plus modéré qu'escompté en juillet. À mesure que l'activité

Graphique 14 : **Les exportations hors énergie restent faibles**

Exportations réelles et mesure de l'activité étrangère; base 100 de l'indice : 2007T2 (sommet atteint par les exportations totales avant la récession)



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2013T2

4 La croissance du PIB réel aux deuxième et troisième trimestres n'a pas été aussi inégale que la Banque s'y attendait en juillet. Celle-ci estime à présent que les inondations dans le sud de l'Alberta et la grève des travailleurs de la construction au Québec ont amputé la croissance au deuxième trimestre d'environ 0,5 point de pourcentage (au lieu de 1,3 point comme on l'avait avancé dans le *Rapport* de juillet). Par ailleurs, la Banque est maintenant d'avis que la nature temporaire de ces chocs, combinée aux travaux de reconstruction et de réparation des infrastructures endommagées en Alberta, n'a contribué à la croissance du PIB réel que quelque 0,9 point de pourcentage au troisième trimestre (au lieu de 1,8 point comme anticipé en juillet).

économique s'améliorera, tant aux États-Unis qu'à l'échelle du globe, les exportations de produits de base non énergétiques tels que les métaux et les produits forestiers devraient afficher des gains appréciables. Après avoir été touchées par plusieurs perturbations en 2013, les exportations de pétrole brut devraient également apporter une contribution importante à la croissance en 2014, la production continuant d'augmenter. Les exportations hors produits de base, comme celles de machines et de matériel, de biens de consommation (à l'exclusion des automobiles) et de services, devraient aussi se raffermir graduellement, mais à un rythme plus lent que les autres secteurs d'exportation.

L'une des principales hypothèses servant de base à cette projection concerne le rétablissement de la relation historique entre le taux de croissance des exportations et celui de la demande étrangère qui devrait se faire graduellement une fois la reprise plus profondément enracinée. Il existe un risque que cela demande plus de temps que prévu. On observe toutefois certains signes encourageants selon lesquels les entreprises canadiennes prennent des dispositions afin d'améliorer la tenue de leurs exportations. Les éléments d'information disponibles donnent à penser que de nombreuses entreprises canadiennes ont déjà commencé à accroître leurs exportations vers les économies émergentes dont la croissance est la plus rapide ou qu'elles comptent le faire[5]. De même, lors des échanges qu'a eus la Banque avec les firmes dans le cadre de son enquête sur les perspectives des entreprises, un certain nombre de répondants ont déclaré que les récents investissements en innovation et en marketing les aidaient à vendre dans leurs marchés d'exportation actuels ou dans de nouveaux marchés. Ils ont aussi indiqué que les investissements réalisés récemment pour améliorer leur efficacité ou réduire leurs coûts leur avaient permis d'accroître leur compétitivité. À mesure que la demande d'exportations canadiennes augmentera et que les firmes exploiteront pleinement leur équipement existant, les investissements productifs devraient être stimulés et la compétitivité devrait encore s'améliorer.

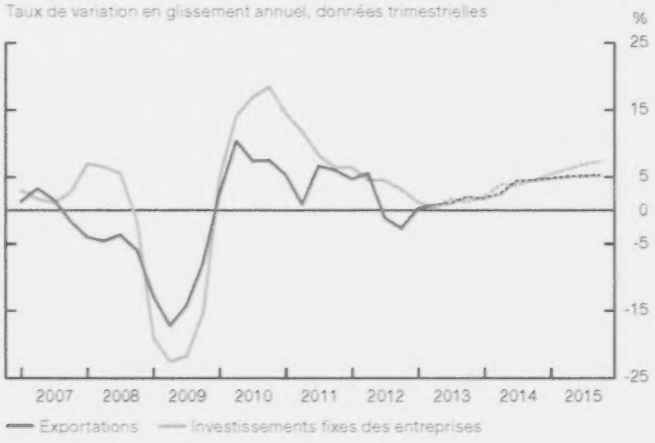
Dans ce contexte, les investissements des entreprises devraient se renforcer, mais leur profil d'évolution est plus modéré que dans le *Rapport* de juillet, à l'image de celui des exportations. En particulier, on s'attend à ce que les investissements fixes des entreprises se redressent au cours des deux prochaines années, conformément au lien observé par le passé qui porte à croire que les investissements des entreprises augmentent de deux à quatre trimestres environ après un accroissement des exportations (**Graphique 15**). Ce point de vue est étayé par les réponses obtenues dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée cet automne par la Banque, qui font ressortir un nombre croissant de firmes déclarant qu'elles auraient quelques difficultés à faire face à une hausse inattendue de la demande, vu qu'elles font déjà une utilisation plus intensive de leur main-d'œuvre et de leur équipement actuels en attendant des signes d'un raffermissement de la demande. Ce résultat concorde avec le fait que les entreprises disposent d'une certaine latitude à court terme pour réagir à une relance de la demande, mais qu'elles devront tôt ou tard accroître leur capacité de production.

Étant donné que les firmes attendent de constater une augmentation soutenue de la demande avant de mettre à exécution leurs plans d'investissement, les intentions à cet égard demeurent relativement modérées même si les indicateurs de la confiance des entreprises avoisinent leurs moyennes historiques (**Graphique 16**). On observe cependant les premiers signes que les firmes deviennent peut-être plus optimistes : les indicateurs de la confiance se sont généralement améliorés par rapport aux niveaux enregistrés plus tôt dans

5 Exportation et développement Canada (2013), sondage semestriel mené auprès d'entreprises canadiennes, 27 juin.

Graphique 15 : **La croissance des investissements fixes des entreprises devrait reprendre à la faveur du raffermissement des exportations**

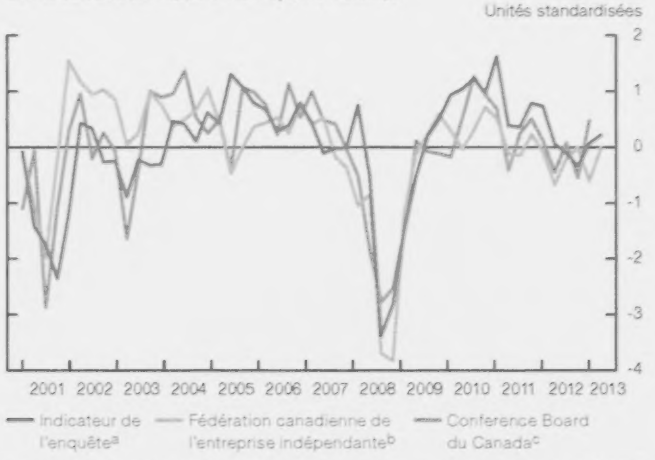
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 16 : **Les indicateurs de la confiance des entreprises continuent d'avoisiner leurs moyennes historiques**

Écarts calculés par rapport à la moyenne historique



a. Cette mesure sous-jacente se fonde sur les réponses à neuf questions de l'enquête sur les perspectives des entreprises. Voir L. Pichette et L. Rennison (2011), « Évaluation du contenu informatif de l'enquête sur les perspectives des entreprises : recours à une analyse en composantes principales », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 23-31.

b. Indice du *Baromètre des affaires* de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante

c. Indice de la confiance des entreprises, Conference Board du Canada

Sources : Conference Board du Canada, Fédération canadienne de l'entreprise indépendante et Banque du Canada (y compris les calculs)

Dernières observations : 2013T2 et 2013T3

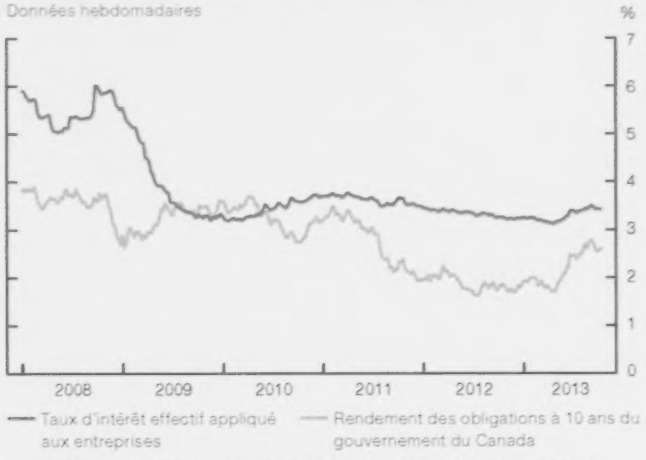
l'année, et ont été accompagnés par une progression de la création d'entreprises[6]. Selon les données de l'enquête de l'automne sur les perspectives des entreprises, et celles d'autres sondages privés publiées récemment, les firmes s'attendent à de meilleurs résultats au cours des douze prochains mois que ceux enregistrés durant les douze derniers[7].

6 Le nombre d'entreprises comptant au moins un salarié pourrait avoir augmenté de quelque 40 000 depuis un an, après avoir connu une période de stagnation prolongée depuis 2008. Voir Stephen S. Poloz (2013), *Retour à une croissance naturelle de l'économie*, discours prononcé devant la Chambre de commerce de Vancouver, 18 septembre.

7 Parmi les autres enquêtes dont les résultats corroborent ce point de vue, citons le sondage *C-Suite*, le *Baromètre des affaires* de la FCEI, le sondage *CPA Canada Tendances conjoncturelles* et le *Rapport de BMO sur la confiance des petites entreprises*.

Les solides conditions sous-jacentes jettent également des bases propices à l'investissement. Les firmes jouissent d'une bonne santé financière, compte tenu d'un bas levier d'endettement global et de fonds de roulement abondants. Malgré la hausse des taux d'intérêt à long terme, les conditions financières au Canada demeurent expansionnistes, étant donné la détente monétaire considérable en place actuellement (Graphique 17). C'est d'ailleurs ce que font ressortir les réponses recueillies tant dans l'enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit que dans l'enquête sur les perspectives des entreprises, selon lesquelles les conditions d'octroi de prêts aux entreprises demeurent avantageuses (Graphique 18). De fait, on a noté un certain raffermissement de la croissance des crédits aux entreprises ces derniers mois, notamment des volumes élevés d'émissions obligataires, en partie parce que les firmes tirent parti des taux relativement bas.

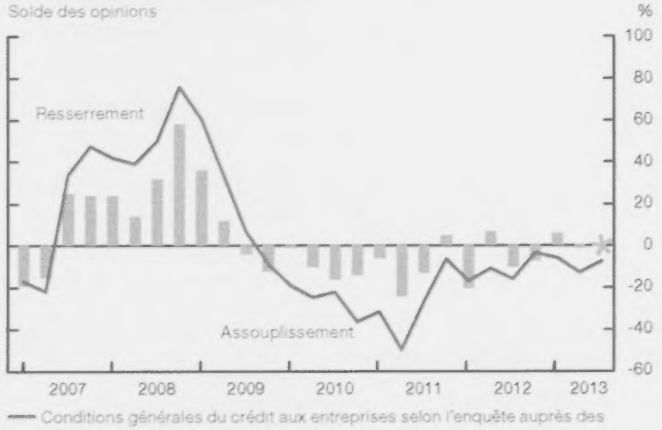
Graphique 17 : **Les conditions financières demeurent expansionnistes malgré la hausse récente des taux d'intérêt à long terme**



Nota : Pour de plus amples renseignements sur le taux d'intérêt effectif appliqué aux entreprises, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.

Sources : Reuters et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 18 octobre 2013

Graphique 18 : **Les conditions du crédit demeurent favorables pour les entreprises canadiennes**



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement

b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

* Indique que le solde des opinions est nul.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2013T3

On s'attend à une correction graduelle des déséquilibres dans le secteur des ménages

Les dépenses des ménages (dépenses de consommation et investissement résidentiel) ont été plus fortes qu'on ne le prévoyait en juillet. La consommation a été soutenue par une amélioration de la confiance des consommateurs, conjuguée à des gains au chapitre de l'emploi et du revenu disponible, de même que par les importantes mesures d'incitation à l'achat de véhicules automobiles. La vigueur récente de l'investissement résidentiel pourrait s'expliquer en partie par un devancement de l'activité en prévision d'un relèvement des taux hypothécaires. La croissance des crédits aux ménages a néanmoins continué de ralentir et se situe bien en deçà de sa moyenne historique, ce qui cadre avec une correction graduelle des déséquilibres dans le secteur des ménages (**Graphique 19**). Les renseignements recueillis sur les marchés donnent à penser qu'un certain nombre de facteurs contribuent aussi probablement à cette évolution, notamment une diminution des achats effectués par les accédants à la propriété et un accroissement des montants de remboursement des dettes.

Malgré le ralentissement de la croissance des crédits aux ménages, la Banque entrevoit encore une expansion modérée de la consommation, parallèlement à l'augmentation du revenu disponible (**Graphique 20**). Ce profil cadre avec une grande prudence des consommateurs, que reflète un taux d'épargne largement supérieur au niveau moyen qu'il affichait au cours de la dernière décennie.

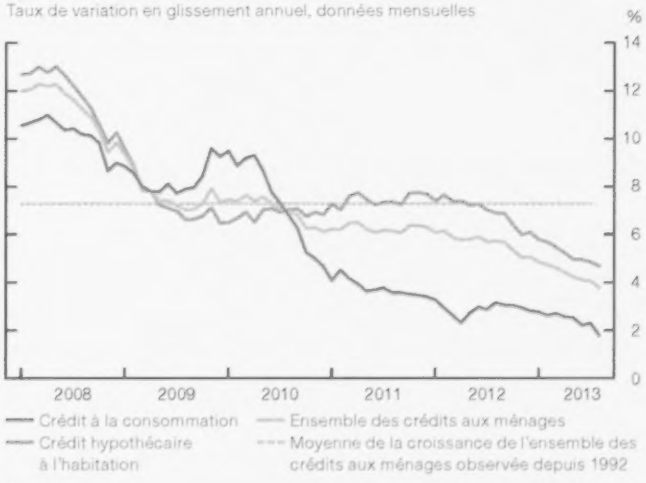
Les conditions du crédit aux ménages continuent de soutenir les dépenses de ces derniers, dont les taux d'emprunt effectifs s'établissent à de bas niveaux. La hausse des taux hypothécaires enregistrée ces derniers mois devrait cependant exercer un léger effet modérateur sur l'investissement résidentiel au cours des prochains trimestres[8]. On prévoit par conséquent que l'investissement résidentiel reculera par rapport aux niveaux historiquement élevés où il se situe actuellement, pour s'établir à un niveau plus soutenable. Le ratio de la dette au revenu des ménages, qui s'est quelque peu accru au deuxième trimestre et atteint un niveau élevé, devrait demeurer stable ou se replier durant la période de projection. Dans le scénario de référence, les ratios du service de la dette augmenteront graduellement mais resteront bas (**Graphique 21**).

La Banque anticipe que la prudence des ménages bridera leurs dépenses au cours de la période de projection, mais il est possible que, les conditions d'emprunt restant avantageuses, ces dépenses prennent un nouvel élan. La fermeté du marché du logement ces derniers mois, dont témoigne toute une gamme d'indicateurs, renforce cette possibilité. Si le marché continue de gagner en vigueur, le risque d'une correction future des prix des maisons pourrait s'accroître.

8 Par exemple, le taux des prêts hypothécaires à cinq ans a augmenté de façon générale d'environ 85 points de base depuis juin. L'incidence de cette majoration se fera d'abord sentir auprès des accédants à la propriété et des propriétaires ayant souscrit un prêt à taux variable (soit à peu près le tiers des propriétaires). Bon nombre de ceux qui renégocient leur prêt hypothécaire sont encore en mesure d'obtenir des conditions plus favorables que celles dont était assorti leur contrat arrivant à expiration.

Graphique 19 : **Le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages a continué de ralentir**

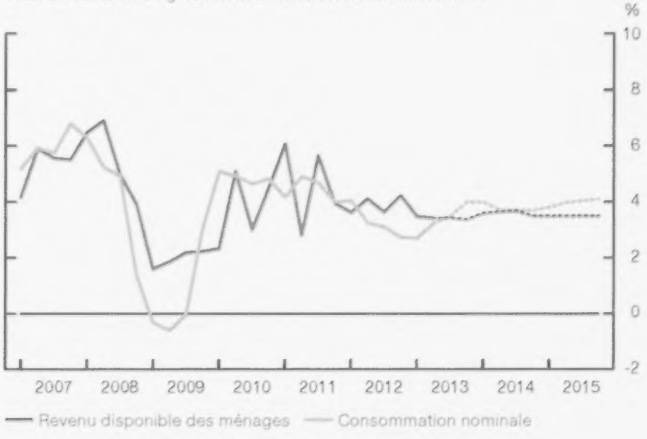
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Source : Banque du Canada — Dernière observation : août 2013

Graphique 20 : **La consommation devrait croître à une cadence modérée**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 21 : **Le ratio de la dette au revenu des ménages atteint des niveaux élevés, mais le ratio du service de la dette est très bas**

Source : Statistique Canada — Dernière observation : 2013T2

La croissance globale devrait se généraliser davantage

Comparativement à ce qui était escompté en juillet, les perspectives de croissance au Canada pour la période de projection sont un peu plus faibles en raison de moindres contributions provenant des exportations nettes et des investissements des entreprises (**Tableau 2** et **Tableau 3**). La Banque prévoit que la vigueur sous-jacente de l'économie canadienne s'améliorera jusqu'à la fin de 2014 à la faveur du raffermissement de la demande extérieure et de l'accroissement de la confiance des entreprises. En moyenne annuelle, la croissance du PIB réel devrait passer de 1,6 % en 2013 à 2,3 % en 2014 et à 2,6 % en 2015. Compte tenu du degré d'incertitude inhérent aux projections, la Banque est d'avis que la croissance du PIB se situera vraisemblablement à ± 0,5 point de pourcentage du taux prévu dans le scénario de référence en 2014, et à l'intérieur d'un intervalle un peu plus large en 2015 (voir l'**Encadré 1**, page 6).

L'accélération de l'économie devrait résulter d'une reprise de l'apport des exportations nettes. Cette dynamique devrait par ailleurs donner lieu à une contribution plus solide des investissements fixes des entreprises au fil du temps. L'économie continuera d'être soutenue par une progression modérée des dépenses de consommation, tandis que l'investissement résidentiel demeurera relativement inchangé, ce qui cadre avec un retour vers un niveau d'activité plus viable. Les dépenses publiques ne devraient concourir que de façon très minime à la croissance du PIB réel durant la période de projection, conformément aux plans des gouvernements fédéral et provinciaux et des administrations locales visant à assainir les dépenses afin de rééquilibrer les budgets.

Tableau 3 : **Résumé des projections relatives à l'économie canadienne**[a]

	2012	2013				2014				2015			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	0,9 (0,9)	2,2 (2,5)	1,7 (1,0)	1,8 (3,8)	2,3 (2,5)	2,3 (2,7)	2,3 (2,8)	2,4 (2,8)	2,6 (2,8)	2,7 (2,8)	2,7 (2,5)	2,6 (2,4)	2,5 (2,2)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,0)	1,4 (1,4)	1,4 (1,3)	1,7 (2,1)	2,0 (2,4)	2,0 (2,5)	2,2 (2,9)	2,4 (2,7)	2,4 (2,8)	2,5 (2,8)	2,6 (2,7)	2,7 (2,6)	2,7 (2,5)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,2 (1,1)	1,3 (1,3)	1,4 (1,6)	1,3 (1,5)	1,5 (1,7)	1,6 (1,8)	1,7 (1,9)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,0)	0,9 (0,9)	0,7 (0,7)	1,1 (1,1)	1,3 (1,4)	1,2 (1,4)	1,4 (1,6)	1,6 (1,8)	1,7 (1,9)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8 (0,8)	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)	1,2 (1,2)	1,4 (1,5)	1,3 (1,5)	1,4 (1,6)	1,6 (1,8)	1,7 (1,9)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI[b] (niveau)	88 (88)	94 (94)	94 (94)	106 (103)	102 (100)	101 (97)	99 (94)	97 (93)	95 (91)	93 (90)	91 (88)	90 (87)	88 (86)
Brent[b] (niveau)	110 (110)	113 (113)	103 (103)	110 (106)	110 (105)	108 (103)	107 (102)	105 (100)	104 (99)	102 (98)	100 (96)	99 (95)	98 (94)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison de juillet 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives aux cours du pétrole brut West Texas Intermediate et Brent (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 octobre 2013.

La croissance de la production potentielle devrait rester relativement stable

La production potentielle a progressé à une cadence nettement plus lente pendant la récession (voir l'**Annexe A**). L'expansion de la production potentielle au Canada a amorcé une reprise graduelle en 2010, la croissance tendancielle de la productivité du travail ayant remonté sous l'effet du redressement marqué des investissements des entreprises[9]. Malgré l'incertitude considérable qui entoure les estimations de la production potentielle, la Banque prévoit que le profil d'évolution des investissements des entreprises se traduira par une poursuite de l'approfondissement du capital (soit une hausse du montant de capital par travailleur) et qu'il contribuera à des améliorations continues de la croissance tendancielle de la productivité du travail au cours des deux prochaines années. À cet égard, l'augmentation attendue des investissements dans les machines et le matériel, lesquels ont été relativement faibles ces dernières années, devrait soutenir la productivité du travail dans l'avenir. Toutefois, des facteurs démographiques, principalement le vieillissement de la population, devraient entraîner un ralentissement du taux de croissance tendancielle du facteur travail et neutraliser en grande partie ces autres effets.

Le PIB potentiel devrait progresser pendant la période de projection à un rythme d'environ 2 %, en moyenne annuelle, à l'intérieur d'un intervalle de ± 0,3 point de pourcentage. Cette projection est légèrement plus faible que la précédente.

L'offre excédentaire substantielle devrait se résorber progressivement

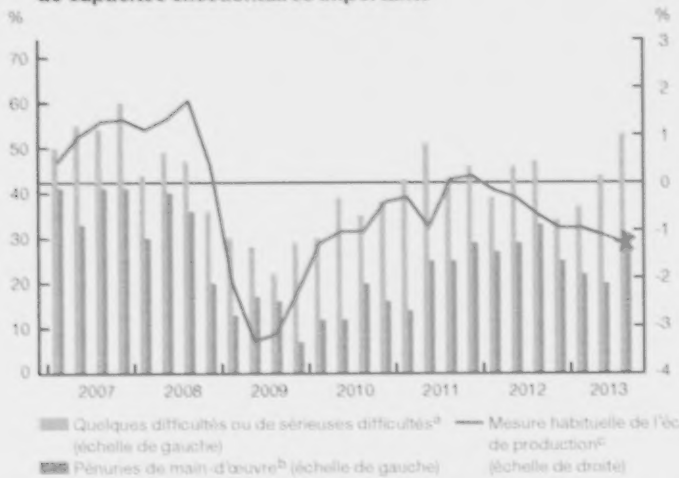
À la lumière des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, la Banque estime que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie se situait entre 1 et 2 % au troisième trimestre de 2013. Bien que l'étendue de cette estimation rende compte de l'incertitude marquée qui entoure les différentes estimations ponctuelles de l'écart de production, le scénario de référence de la Banque concernant les perspectives économiques est fondé sur le point médian de cet intervalle (c'est-à-dire 1,5 %). L'excédent des capacités de production est un peu plus élevé qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport* de juillet, principalement parce que le niveau du PIB réel au troisième trimestre a été plus bas que prévu dans une proportion de 0,4 %.

Selon la mesure habituellement utilisée par la Banque, l'écart de production était près de la limite inférieure de l'intervalle de 1 à 2 % (**Graphique 22**)[10]. Les données récentes provenant de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet automne par la Banque, qui font ressortir une hausse des indicateurs de pénuries de main-d'œuvre et de pressions sur la capacité de production, sont également compatibles avec un écart de production se situant près de la limite inférieure de cet intervalle. Dans le contexte actuel marqué par une atonie de la demande et une incertitude continue au sujet de son évolution future, les firmes exploitent plus intensivement leurs capacités existantes et attendent avant de procéder à des investissements

9 Les tendances exposées dans cette section font abstraction des variations cycliques présentes dans les données brutes.

10 La mesure habituelle de l'écart de production est établie à partir de la méthode des filtres multivariés étendus (voir L. Butler (1996), *The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model (QPM), Part 4. A Semi-Structural Method to Estimate Potential Output: Combining Economic Theory with a Time-Series Filter*, rapport technique n° 77, Banque du Canada).

Graphique 22 : **L'économie canadienne continue d'afficher une marge de capacités excédentaires importante**



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré connaître une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2013 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2013T3

qui accroîtraient ces capacités. Comme elles ajustent leurs opérations aux besoins actuels, un plus grand nombre d'entre elles signalent avoir quelques difficultés à recruter des travailleurs possédant certaines compétences ou pouvant pourvoir des postes particuliers.

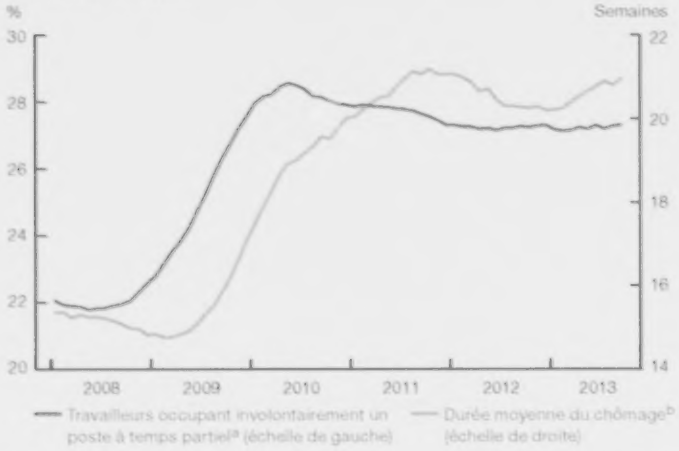
Selon une autre méthode structurelle (voir l'**Annexe A**), l'écart de production au troisième trimestre serait plus près de 2 %. Ce résultat reflète un excédent considérable au chapitre du nombre total d'heures travaillées et rend compte d'un niveau de la productivité du travail qui est nettement au-dessous de sa tendance[11]. D'autres indicateurs du marché du travail laissent également entrevoir une marge de ressources inutilisées un peu plus grande que ne l'indique la mesure habituelle de la Banque. Par exemple, le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel et la durée moyenne du chômage sont encore élevés (**Graphique 23**), et les hausses de salaire demeurent modérées (**Graphique 24**).

Comme, au cours des deux prochaines années, la croissance projetée du PIB réel devrait dépasser le taux de progression postulé de la production potentielle, la Banque s'attend à ce que l'économie retourne graduellement à son plein potentiel d'ici la fin de 2015 environ. Dans l'ensemble, l'économie devrait afficher durant les deux années à venir une marge de capacités excédentaires un peu plus importante qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport* de juillet.

11 Le niveau des heures travaillées en moyenne demeure en deçà de sa tendance, en raison surtout du sous-emploi chez les jeunes.

Graphique 23 : **Les données récentes sur le travail à temps partiel involontaire et la durée moyenne du chômage laissent entrevoir une offre excédentaire persistante**

Données mensuelles

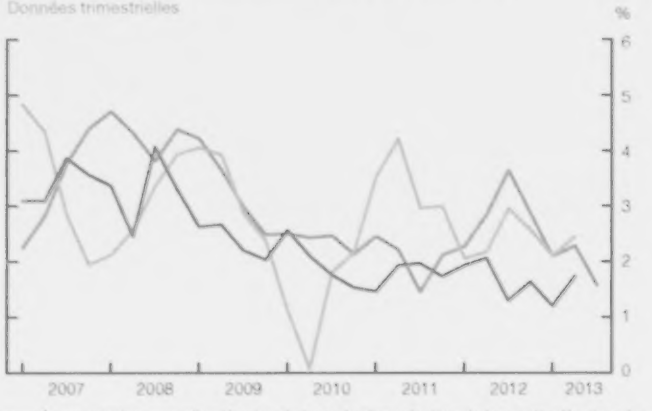


a. En pourcentage de l'emploi à temps partiel total; données non désaisonnalisées, moyenne mobile sur 12 mois
b. En nombre de semaines, moyenne mobile sur 12 mois

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : septembre 2013

Graphique 24 : **Les récentes hausses de salaire ont été modérées**

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada — Dernières observations : 2013T2 et 2013T3

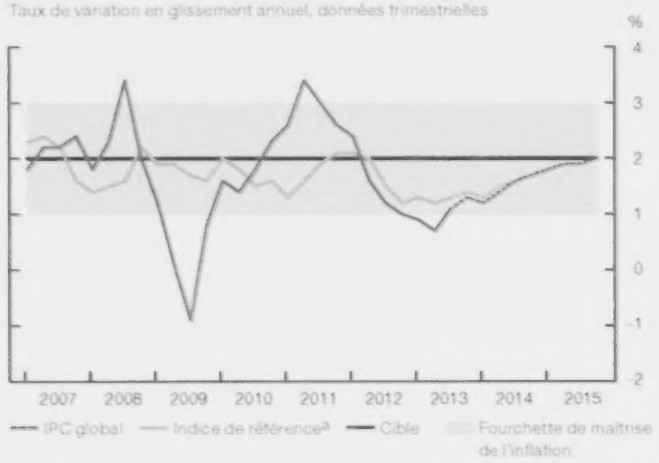
L'inflation mesurée par l'IPC devrait revenir lentement à la cible

L'inflation mesurée par l'indice de référence et l'inflation mesurée par l'IPC global demeurent basses (Graphique 25). L'offre excédentaire au sein de l'économie étant plus grande et plus persistante qu'on ne s'y attendait en juillet, la Banque prévoit maintenant que l'inflation retournera à la cible un peu plus tard qu'elle ne l'anticipait auparavant.

Le rythme d'augmentation de l'indice de référence s'est quelque peu accru, passant en moyenne de 1,2 % au deuxième trimestre à 1,3 % au troisième trimestre. Le bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence continue

Graphique 25 : **L'inflation mesurée par l'IPC global devrait retourner lentement à 2 %**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

de refléter une marge notable et persistante de capacités inutilisées dans l'économie, des pressions concurrentielles accrues ainsi que certains facteurs sectoriels. Au nombre de ces facteurs figurent, d'une part, les répercussions, sur les prix des aliments inclus dans l'indice de référence, de la résorption de la flambée des cours mondiaux des produits agricoles et, d'autre part, les primes d'assurance automobile plus basses en Ontario.

Diverses autres mesures de l'inflation fondamentale sont toutes descendues bien en deçà de 2 % depuis le second semestre de 2012 (Graphique 12)[12]. Si l'on élimine les facteurs idiosyncrasiques qui influent sur certaines de ces mesures, la Banque estime que l'inflation sous-jacente se chiffre à environ 1,5 %.

L'estimation de l'incidence des facteurs temporaires sur l'inflation est entachée d'une certaine incertitude. Dans son scénario de référence, la Banque postule que ces facteurs temporaires disparaîtront progressivement au cours des trimestres à venir. Les pressions concurrentielles chez les détaillants devraient continuer de limiter le niveau des prix, mais leurs répercussions sur le taux d'inflation devraient se dissiper à la fin de 2014. Les attentes d'inflation étant bien ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait retourner lentement à 2 % d'ici la fin de 2015 environ, à la faveur de la résorption des capacités inutilisées[13].

L'inflation mesurée par l'IPC global demeure également basse, se situant juste au-dessus de 1 % en moyenne au troisième trimestre, en hausse par rapport au taux moyen de 0,7 % enregistré au deuxième trimestre. Ce mouvement tient non seulement à la progression de l'inflation mesurée par l'indice de

12 La Banque a récemment ajouté un nouvel indice à sa panoplie de mesures de l'inflation fondamentale. Désignée par le terme « composante commune » de l'IPC, la nouvelle mesure est conçue pour faire ressortir la composante de l'inflation qui est commune à toutes les séries de données constituant l'IPC. Contrairement à d'autres indicateurs, la composante commune n'est pas influencée par les variations de prix propres à certains secteurs. Par ailleurs, elle semble rendre compte des variations de prix qui sont révélatrices des fluctuations de la demande globale au Canada. Voir M. Khan, L. Morel et P. Sabourin (2013), *The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada*, document de travail n° 2013-35, Banque du Canada.

13 Comme on le supposait auparavant, les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période de projection (voir la livraison d'avril 2012 du *Rapport*).

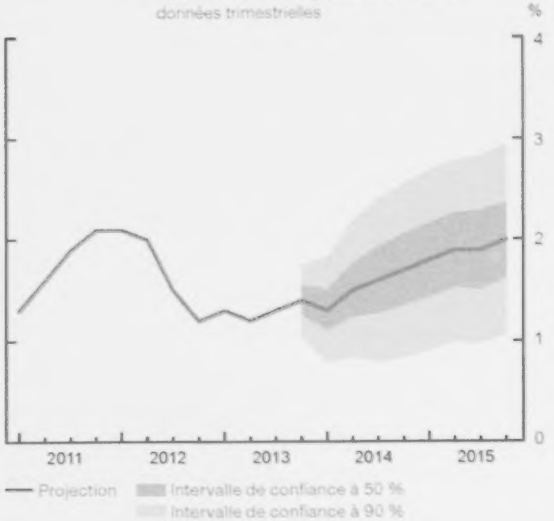
référence, mais aussi au raffermissement des prix de plusieurs composantes volatiles, notamment l'essence. Le taux d'augmentation de l'IPC global est plus faible que celui de l'indice de référence principalement en raison des pressions à la baisse exercées par les coûts des intérêts hypothécaires. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait retourner graduellement à la cible d'ici la fin de 2015 environ.

Les indicateurs des attentes d'inflation demeurent conformes à la projection de la Banque selon laquelle l'inflation devrait rester en deçà de la cible de 2 % jusque vers la fin de 2015. À cet égard, les compilations de Consensus Economics publiées en octobre font état de taux d'accroissement prévus de l'IPC global de 1,1 % pour 2013 et de 1,8 % pour 2014. Selon les résultats de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises, les attentes d'inflation ont peu changé. Bien que presque toutes les firmes prévoient que le taux d'accroissement de l'IPC se situera, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque, la majorité d'entre elles sont d'avis qu'il continuera d'évoluer dans la moitié inférieure de cette fourchette. Plusieurs entreprises ont indiqué que leurs attentes étaient motivées par l'absence de pressions inflationnistes et la demande modérée observées à l'heure actuelle. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent de concorder avec la cible de 2 %.

Un intervalle raisonnable autour de la projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global en 2014 est de ± 0,3 point de pourcentage (**Encadré 1**). En complément à cet intervalle, qui vise à déterminer l'incertitude *ex ante* de la prévision, des graphiques en éventail sont également fournis (**Graphique 26** et **Graphique 27**). Ces graphiques sont obtenus au moyen d'une analyse statistique des erreurs *ex post* des modèles de projection de la Banque. Ils présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du quatrième trimestre de 2013 à la fin de 2015.

Graphique 26 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

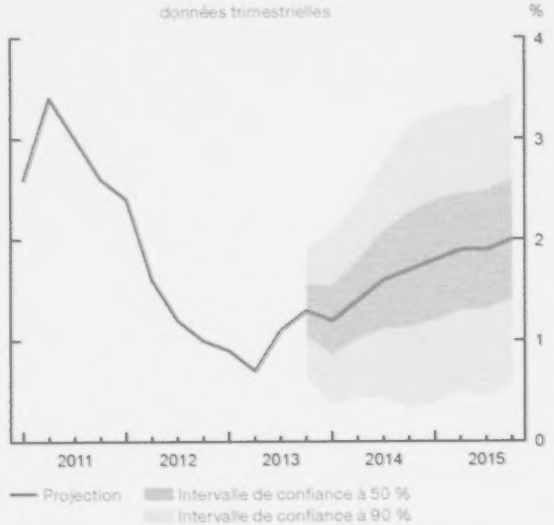
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 27 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les facteurs fondamentaux qui influent sur les perspectives d'inflation. Globalement, les incertitudes entachant ces perspectives sont moins élevées qu'il y a un an, notamment parce que le risque de survenue d'événements extrêmes, comme une recrudescence de la crise dans la zone euro, est beaucoup moins important. La Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

Les principaux risques associés à la conjoncture extérieure sont les suivants :

1) **Croissance plus forte des économies avancées**

Le principal risque à la hausse en matière d'inflation au Canada tient à la possibilité que la croissance économique soit plus vigoureuse que projeté dans les économies avancées. Or, on s'attend à ce que la croissance redécolle aux États-Unis dès que les obstacles liés à la politique budgétaire seront levés, compte tenu des ajustements qui ont déjà été réalisés dans le secteur financier et dans celui des ménages. En outre, l'Europe et le Japon ont enregistré un rythme d'expansion plus rapide que prévu. Ensemble, ces évolutions pourraient créer un cercle vertueux dans lequel l'accélération de la croissance aviverait la confiance, laquelle viendrait à son tour alimenter la demande. L'essor de la demande mondiale ainsi engendré se traduirait au Canada à la fois par une montée des exportations, un renchérissement des produits de base et une amélioration des termes de l'échange, soit des facteurs favorables à la progression des revenus et des dépenses.

2) **Reprise plus lente et plus difficile dans la zone euro**

Malgré l'amélioration récente des conditions économiques et l'atténuation du risque de recrudescence de la crise dans la zone euro, les marchés du travail restent en proie à de fortes tensions et la mise en œuvre de réformes cruciales progresse avec lenteur. Par conséquent, le redémarrage de l'activité pourrait être plus long et plus difficile, et s'opérer sur fond d'épisodes de résurgence de l'instabilité financière et de l'incertitude. Comme le Canada a des liens commerciaux directs limités avec l'Europe, il en ressentirait les effets principalement par les canaux de la confiance, de l'activité financière et des liens commerciaux indirects.

Les principaux risques internes sont les suivants :

1) **Affaiblissement des exportations**

Ces derniers temps, les exportations canadiennes ont été beaucoup plus faibles que prévu, et cette faiblesse ne peut s'expliquer qu'en partie par un ralentissement de la demande étrangère. Dans son scénario de référence, la Banque prend pour hypothèse que le décalage entre le niveau des exportations et la demande étrangère persistera au cours de la période de projection; il se pourrait néanmoins que le secteur des exportations soit encore plus déprimé qu'elle ne l'avait postulé. Ce risque pourrait se matérialiser si, par exemple, les problèmes de compétitivité se révélaient plus importants qu'anticipé et entraînaient des pertes de parts de marché encore plus lourdes qu'on ne l'entrevoyait dans les produits exportés. Un repli des exportations inciterait probablement les entreprises à ralentir leurs investissements, puisque l'élargissement des capacités deviendrait moins nécessaire pour elles. L'affaiblissement des exportations conjugué à celui des investissements constituerait un risque à la baisse en matière d'inflation.

2) **Renforcement plus rapide de la croissance intérieure à la faveur du retour de la confiance**

L'incertitude qui règne quant à la robustesse de la demande intérieure et étrangère pèse lourdement sur les intentions d'investissement des entreprises. À partir du moment où la relance de la demande étrangère sera plus solidement ancrée, et pourvu que l'essor de la demande intérieure se poursuive à une cadence modérée, il se pourrait que les entreprises reprennent rapidement confiance. La hausse des exportations, le regain de confiance et l'intensification des investissements qui s'ensuivraient pourraient se traduire par une croissance globalement plus vigoureuse de l'activité, ce qui représente un risque à la hausse pour la projection liée à l'inflation.

3) **Correction désordonnée des déséquilibres dans le secteur des ménages**

Le haut niveau d'endettement des ménages et les prix élevés observés dans certains segments du marché du logement constituent toujours un important risque à la baisse pesant sur l'économie canadienne. Le ralentissement continu de la croissance des crédits aux ménages et la montée des taux d'intérêt hypothécaires donnent à penser que les déséquilibres affectant le secteur des ménages se résorbent graduellement. Toutefois, des données récentes laissent entrevoir un risque de regain de dynamisme sur le marché du logement, lequel stimulerait momentanément l'activité économique, mais pourrait aussi exacerber les déséquilibres actuels et accroître la probabilité d'une correction ultérieure. Une telle correction pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie et sur l'inflation.

Annexe A : La production potentielle

La présente annexe fournit des précisions sur la méthode d'estimation de la production potentielle de même qu'une analyse de son évolution probable d'ici 2016. La détermination du niveau actuel de cette variable permet à la Banque du Canada d'estimer l'écart de production, tandis que l'établissement de projections quant à la croissance de la production potentielle apporte un éclairage utile sur les perspectives d'expansion économique au pays.

Estimation de la production potentielle

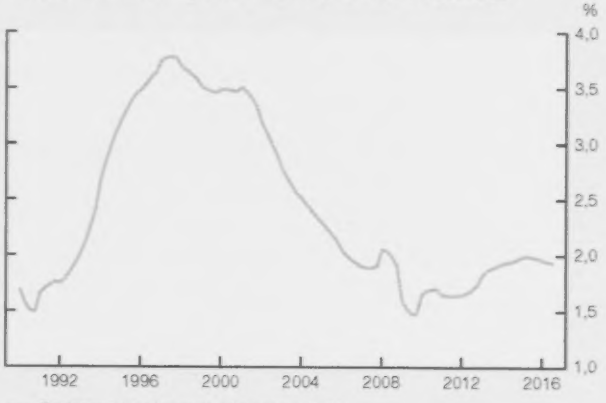
La production potentielle correspond au niveau de production que peut générer une économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. La production potentielle est difficile à estimer, car elle ne peut être observée directement. Par conséquent, la Banque a recours à divers modèles et indicateurs et à son jugement pour parvenir à une estimation tant de la croissance passée de la production potentielle que de celle à venir. À cette fin, elle se sert d'estimations qui sont fondées sur les cohortes démographiques et des fonctions de production et qui intègrent, notamment, des données sur l'évolution de la démographie, de la richesse, des investissements et du marché du travail. L'analyse de la production potentielle peut être scindée en deux parties, l'une portant sur la croissance tendancielle du facteur travail (nombre total d'heures travaillées) et l'autre sur la croissance tendancielle de la productivité du travail (production réelle par heure travaillée).

Croissance de la production potentielle au Canada : perspective historique

Le taux de croissance de la production potentielle peut varier considérablement au fil du temps. Au Canada, son évolution au cours des vingt dernières années peut être découpée en trois périodes distinctes : accélération du milieu à la fin des années 1990; ralentissement dans les années 2000; récession et années suivantes (Graphique A-1).

Graphique A-1 : Le taux de croissance de la production potentielle devrait demeurer assez stable, soit aux environs de 2 %, pendant la période de projection

Taux de croissance en glissement annuel, données trimestrielles



Source : calculs et projections de la Banque du Canada

Le début des années 1990 a été marqué par un renforcement notable de la croissance de la production potentielle. Vers 1993, la production potentielle a commencé de s'accroître, avec l'essor naissant du secteur des technologies. Une foule d'entreprises novatrices sont alors apparues dans le paysage canadien, dont bon nombre sont devenues des chefs de file en matière d'élaboration et de production de technologies de l'information et des communications (TIC). La main-d'œuvre et les capitaux ont afflué vers ce secteur à forte valeur ajoutée, et la productivité s'est beaucoup améliorée jusqu'en 2000. Tout au long de cette période, le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail est resté stable.

Après 2000, la croissance de la productivité au Canada a entamé un ralentissement qui allait durer toute la

(suite à la page suivante)

Annexe A (*suite*)

décennie, et qui serait caractérisé par un faible niveau d'investissement dans les nouvelles technologies et la persistance d'un écart important entre le Canada et les États-Unis pour ce qui est du stock de capital TIC par travailleur[1]. Du fait de la stabilité du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail, le recul de la progression de la productivité du travail s'est traduit par une baisse presque équivalente du taux de croissance de la production potentielle.

La récente récession a provoqué une diminution abrupte du taux de croissance de la production potentielle. Certaines entreprises ont fermé leurs portes, des équipements ont été mis au rebut ou à l'arrêt, et les firmes ont continué d'utiliser leur vieux matériel lorsque les investissements se sont taris, ce qui a fait chuter le taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail. Depuis la récession, ce dernier a légèrement augmenté, à la faveur d'une reprise lente mais constante de l'activité. Les entreprises n'ont pas encore investi massivement dans l'achat de machines et de matériel neufs en vue d'améliorer la productivité, mais elles continuent de procéder à de petites mises à niveau qui accroissent marginalement leur capacité de production. Cependant, aux alentours de 2008, les répercussions du vieillissement de la population sur l'offre de main-d'œuvre sont aussi devenues plus visibles. À mesure que les baby-boomers approcheront de l'âge de la retraite, on constatera probablement une baisse durable du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail (nombre d'heures travaillées), qui bridera l'expansion de la production potentielle.

Perspectives en matière de production potentielle

Le taux de croissance de la production potentielle devrait demeurer assez stable, soit aux environs de 2 %, durant les trois prochaines années (Tableau A-1), puisque le redressement projeté du rythme d'accroissement tendanciel de la productivité du travail sera contrebalancé par un nouveau recul du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail.

Les prévisions relatives à la croissance de la production potentielle ont été revues légèrement à la baisse parce que la hausse de la productivité du travail au cours du deuxième semestre de 2012 et du premier semestre de 2013 a été inférieure aux attentes et que la remontée escomptée de la demande d'exportations et d'investissements a tardé à se matérialiser. Ces deux facteurs ont provoqué de petites révisions à la baisse du profil d'accroissement tendanciel de la productivité du travail pendant la période de projection, et donc de la projection relative à la croissance de la production potentielle. De plus, les risques qui pèsent sur la croissance de la production potentielle sont mieux équilibrés dans cette prévision corrigée.

Tableau A-1 : Taux d'accroissement postulés de la production potentielle

	2013	2014	2015	2016
Croissance de la production potentielle	1,9 (2,1)	1,9 (2,2)	2,0 (2,1)	1,9
Croissance tendancielle du facteur travail	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,5
Croissance tendancielle de la productivité du travail	1,1 (1,3)	1,2 (1,5)	1,4 (1,5)	1,4

Nota : Les estimations d'octobre 2012 sont indiquées entre parenthèses.

Le ralentissement continu du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail au cours de la période de projection reflète l'incidence conjuguée de la réduction des taux d'emploi imputable au vieillissement des baby-boomers et de la diminution de la croissance du nombre d'entrants sur le marché du travail, qui est due aux taux de fécondité relativement bas des vingt dernières années. Une marge d'incertitude entoure la projection relative à la hausse tendancielle du facteur travail, spécialement pour ce qui est du taux d'activité des travailleurs âgés à l'avenir et du nombre moyen d'heures que ceux-ci travailleront, des choix intimement liés à leur situation financière.

Le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail devrait augmenter tout au long de la période de projection et atteindre 1,4 % en 2015. La progression solide des investissements pendant cette période contribuera à une intensification accrue du capital, ce qui fera encore progresser le ratio des investissements au stock de capital et la part de l'investissement dans le PIB, tous deux déjà élevés (Graphique A-2).

Depuis la récession, le niveau relativement important des dépenses d'investissement a été soutenu principalement par la croissance des activités d'ingénierie dans les secteurs minier, pétrolier et gazier (Graphique A-2). Au regard du passé, les investissements en machines et matériel

(*suite à la page suivante*)

1 De multiples raisons expliquent l'atonie des investissements et la piètre tenue de l'économie canadienne au chapitre de la productivité depuis 2000. Mentionnons, entre autres, le fait que les petites entreprises, qui sont moins enclines à investir dans de nouvelles technologies, sont plus répandues au Canada qu'aux États-Unis; le rôle de l'appréciation du dollar canadien dans l'érosion de la compétitivité des exportateurs canadiens; et les délais d'ajustement de l'économie aux chocs des prix des produits de base. Il est également possible que les sociétés américaines aient davantage eu recours à la délocalisation et aient externalisé les maillons de la chaîne de production les moins productifs, ce qui a contribué à creuser l'écart de productivité entre les deux pays. Enfin, certains problèmes de mesure de la production et des prix (en particulier dans les secteurs des ressources naturelles et des services) pourraient être à l'origine d'une partie de la baisse du taux de croissance de la productivité du travail au Canada.

Annexe A (*suite*)

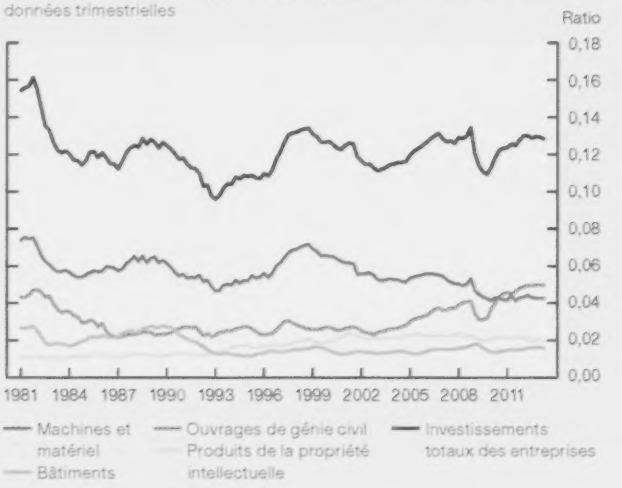
destinés à rehausser la productivité et les investissements en recherche-développement restent faibles. Les investissements en machines et matériel concourent directement à l'amélioration de la productivité par l'approfondissement du capital. Tant ces investissements que ceux en recherche-développement peuvent aussi conduire à l'adoption de nouvelles technologies et de nouveaux processus ayant des retombées positives additionnelles sur la productivité.

On s'attend à ce que la remontée de l'activité étrangère et des exportations au cours de la période de projection, combinée à l'augmentation des investissements en machines et matériel au Canada, donne lieu à un redressement du taux de croissance de la productivité du travail. D'autres facteurs devraient également y contribuer : le fait que la main-d'œuvre canadienne soit très instruite, ce qui favorisera l'adoption rapide et efficace des nouvelles technologies; et les efforts que les entreprises devront continuer à fournir pour s'adapter à la force du dollar canadien et faire face à la vive concurrence sur les marchés internationaux, lesquels impliquent qu'elles effectuent les investissements nécessaires pour accroître leur productivité.

Une analyse de la sensibilité des résultats aux diverses hypothèses sur lesquelles se fondent les projections laisse entrevoir un écart de croissance de ± 0,3 point de pourcentage par rapport au scénario de référence. À titre d'exemple, à supposer que le vieillissement de la population n'entraîne aucun ralentissement de la croissance tendancielle du facteur travail par rapport à son niveau en 2013 (0,8 %) et que le taux d'augmentation tendanciel de la productivité du travail s'élève à 1,4 %, un taux de croissance maximal de la production potentielle de quelque 2,2 % en 2014 est jugé plausible. Ce taux d'augmentation de la productivité du travail représente une hausse importante par rapport au taux postulé pour 2013 (1,1 %) et est nettement supérieur à la moyenne historique de 1,1 %. Si l'on observait plutôt un léger recul de la croissance tendancielle de la productivité du travail (qui passerait de 1,1 % en 2013 à 1 %) et un ralentissement plus prononcé que prévu de l'accroissement tendanciel du facteur travail, un taux de croissance minimal de 0,6 % environ paraît alors raisonnable. Combinées, ces deux estimations impliquent un taux de croissance de la production potentielle de 1,6 % en 2014.

Graphique A-2 : Les investissements totaux des entreprises sont élevés par rapport au PIB, surtout en raison de la forte croissance des activités d'ingénierie

Ratio des investissements des entreprises au PIB en termes nominaux, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T2